

舒华股份(839064)
坚持产品创新与品牌营销
基本数据

2016年12月1日	
收盘价(元)	
总股本(万股)	34700
流通股本(万股)	14200
总市值(亿元)	
每股净资产(元)	7.75
PB(倍)	

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	884.24	1058.06	1386.06	1732.57	2113.74
净利润(百万元)	87.25	133.49	177.54	220.15	268.59
毛利率(%)	38.46	42.17	42.35	42.57	42.64
净利率(%)	9.87	12.62	12.81	12.71	12.71
ROE(%)	33.58	35.97	6.19	7.57	9.08
EPS(元)	1.44	2.08	0.51	0.63	0.77

投资评级：买入(首次)
“产品研发+生产制造+营销推广+品牌运作”四位一体运营。

舒华股份有限公司，成立于1996年10月。公司专注于跑步机、各类健身器械等运动器材的研发、生产与销售，目前产品已扩展至多品类自主品牌健身器材与展示架产品，是一家集产品研发、生产制造、营销推广、品牌运作为一体的规模化、多元化企业。

持续加大研发，掌握核心技术。公司持续加大研发投入，通过核心技术的改良与创新，推动产品质量和技术含量的提升，报告期内共研发新品67项，在完成跑步机爆款突破的同时，兼顾有氧、户外及小健身产品，合理规划产品结构体系。报告期内，针对核心产品的关键技术部分，已向知识产权主管部门提出20余项专利申请。与此同时，公司不断推动产品智能化发展，运用自有“舒华健身APP应用软件”，搜集用户的室内、室外跑步记录，实现用户健康云管理。

广渠道，深耕基础市场。广覆盖的营销网络系统一直是公司领先于行业的重大优势，报告期内，公司继续加强渠道建设，大力开发国内二三线城市，新增销售网点170余个，新增经销商69个。针对不同区域举办具有门店特性推广活动的同时，通过优秀门店样板搭建、百家门店店长集训、终端推广策划等活动，规范终端形象管理和陈列、督导管理，打造系统化、标准化、统一化终端零售管理体系。

盈利预测

预测公司2016~2018年归属于上市公司股东的净利润分别为1.775亿元、2.202亿元、2.686亿元，每股收益分别为0.51元、0.63元、0.77元。

风险提示

市场竞争的风险；产品研发的风险；新产品投入的风险。

研究员 周川南

zhouchuannan@wtneeq.com

010-85715117



目 录

■ 风险分析	1
■ 打造一体化健身器材供应商	1
■ 多因素利好促产业发展	2
■ 重视产品质量，积极提升研发能力	6
■ 报告期业绩增长，毛利提升	9
■ 盈利预测	10

图表目录

图表 1 公司生产的主要产品	1
图表 2 公司的主要产品	2
图表 3 中国与发达国家体育产业占 GDP 情况	3
图表 4 2011-2015 年中国体育产业年增加值及占 GDP 比例	3
图表 5 2008-2015 年全国 GDP 及同比增速	4
图表 6 2011-2015 年我国居民可支配收入	4
图表 7 2010-2015 年中国居民人均可支配收入	5
图表 8 20 岁以上人群不同体育消费项目的人数百分比	5
图表 9 公司同行业的竞争对手情况	6
图表 10 公司主要技术情况	7
图表 11 公司营销渠道的分布	8
图表 12 公司财务情况	9
图表 13 公司盈利能力情况	9
图表 14 盈利预测	10

■ 风险分析

● 与实际控制人相关分析

张维建先生直接持有公司 4.8368% 的股份，同时系晋江舒华投资发展有限公司的控股股东，持有晋江舒华投资发展有限公司 95% 股权，通过晋江舒华投资控制公司 77.0516% 的股份，张维建先生能够直接、间接控制公司 81.8884% 的股份，为公司实际控制人。报告期内，无股权质押情况。

● 与业务相关分析

1、展示架业务主要客户为阿迪达斯、安踏、特步、利郎等大型体育用品、服饰企业。2014 年、2015 年及 2016 年上半年，公司展示架业务前三大客户占展示架销售收入的比例分别为 69.90%、66.14%、77.01%。其中，对第一大客户阿迪达斯体育（中国）有限公司实现的销售收入占展示架销售收入的比例分别为 32.91%、39.93%、38.55%，展示架业务客户集中度相对较高。

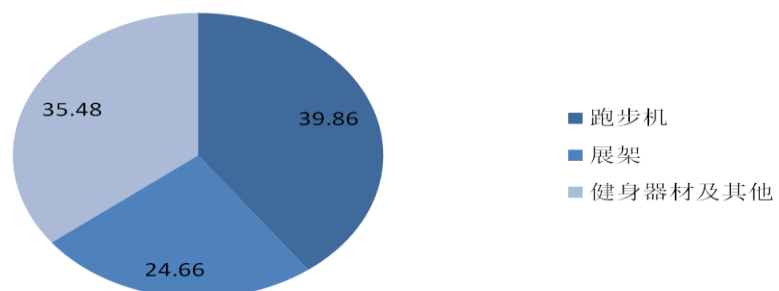
2、截至 2015 年 12 月 31 日，公司员工五险一金缴交比例较低，主要原因系公司为生产型企业，生产一线的农民工占比较大，这些员工流动性强且多数已参加了新农合、新农保，对缴纳社会保险和住房公积金的意愿不强；同时，公司存在大量外省籍员工，该部分员工返乡后还面临跨省转移医社保的难题。若公司为全体员工缴交五险一金，2014 年将减少净利润约 750 万元，占当期净利润的比例约为 8.56%；2015 年将减少净利润约 1,000 万元，占当期净利润的比例约为 7.58%，对公司的利润会造成一定的影响，但不会影响到公司正常的生产经营。此外，公司五险一金缴交比例较低，可能存在被相关行政主管部门处罚的风险。

■ 打造一体化健身器材供应商

舒华股份有限公司，成立于 1996 年 10 月，是一家集产品研发、生产制造、营销推广、品牌运作为一体的规模化、多元化企业。产品涵盖家用健身器材、商用健身器材、室外健身路径、多功能场馆、按摩器材、商业空间道具等产品，是行业内产业链最为完整的企业之一。

图表 1 公司生产的主要产品

主要产品占比（%）



资料来源：2016 年半年报

公司自成立以来，一直专注于跑步机、各类健身器械等运动器材的研发、生产与销售，目前产品已扩展至多品类自主品牌健身器材与展示架产品。同时，公司采用 OEM 模式为台湾来福嘉、美国波地索力等国际品牌商生产健身器材以及为安踏、阿迪达斯、特步等品牌商生产展示架产品。

目前自主品牌室内健身器材的主要客户为国内加盟商以及各类企事业单位；

室外路径类健身器材主要客户为各地体育局,主要运用于“全民健身路径工程”、“农民体育健身工程”、“雪炭工程”等公共体育设施建设项目。展架类产品的主要客户为阿迪达斯、安踏体育、特步、利郎等国内外知名的体育用品、服饰企业。

图表 2 公司的主要产品

产品品类	产品图示	
跑步机		
力量健身器械		
健身车		
室外路径健身器械		

资料来源：公开转让说明书

■ 多因素利好促产业发展

● 产业规模逐年增长，较发达国家仍存在差距

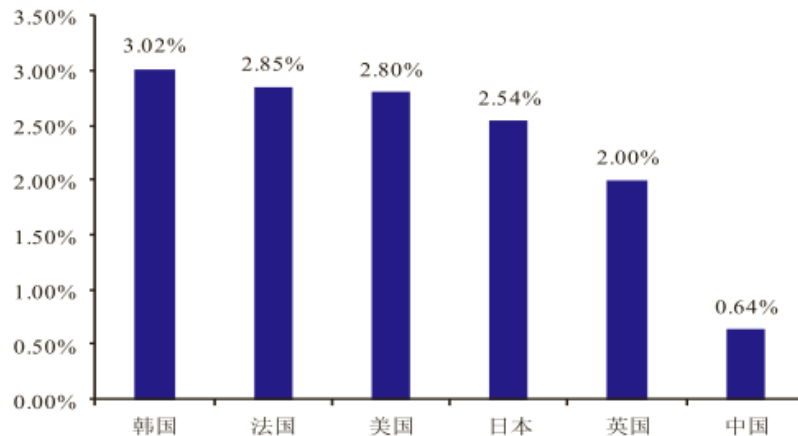
我国健身器材行业的发展始于二十世纪八十年代末，随着我国经济的快速发展，人民生活水平逐渐提高，人们的健康意识也越来越强，在健身方面的消费也日益增加。

随着国内健身器材制造市场竞争的加剧和国际健身品牌的涌入，我国健身器材生产企业的技术水平不断提升，产品质量普遍提高。但在迅速发展的同时，一些问题也日益显露出来。特别是在国际市场缺乏知名品牌，产品附加值较低，健身器材制造业属于劳动密集型行业，据统计我国 90% 左右的健身器材制造企业员工人数在 600 人以下，生产能力较弱，销售额超过亿元的企业仅十几家。

同时，多数企业因为缺少研发能力和核心技术，仅为一些国内外品牌进行代加工或者销售低端廉价的产品，企业的竞争能力不足。在消费领域，与欧美等发达国家相比，健身器材产品在家庭的普及率及用于健身运动的人均消费还很低。

近年来，受全球健身观念提升、消费习惯改变及政府政策支持等多方面因素的影响，体育产业得到快速的发展，目前全球体育产业年产值超过 1 万亿美元，全球体育产业的产值主要由美国、英国、法国、德国等欧洲国家贡献，其中美国体育产业的产值将近 5,000 亿美元，是其汽车产业的 2 倍。随着亚太、拉美等过体育产业的发展，全球体育产业的总产值将进一步增长。

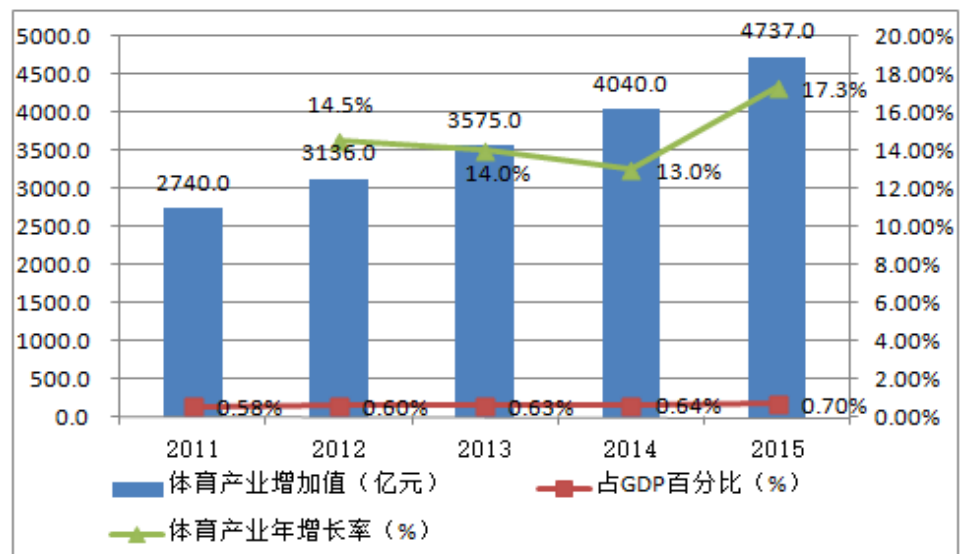
图表 3 中国与发达国家体育产业占 GDP 情况



资料来源：中国产业信息网

根据国家体育总局最新公布的数据显示,2015 年我国体育产业总产值实现增加值约为 4,000 亿元，占国内生产总值的比重约为 0.7%，预计到 2020 年体育产业总规模将超过 3 万亿，占国内生产总值的比重将达到 1% 左右。美国目前体育产业的 GDP 占比已达 3%，且每年保持高速增长，人均体育产值高达中国的 40 倍，而英国、法国、德国、日本等发达国家的体育产业 GDP 占比目前均已超过 1%，可见处于萌芽状态的我国体育产业增长潜力巨大。

图表 4 2011-2015 年中国体育产业年增加值及占 GDP 比例



资料来源：中国产业信息网

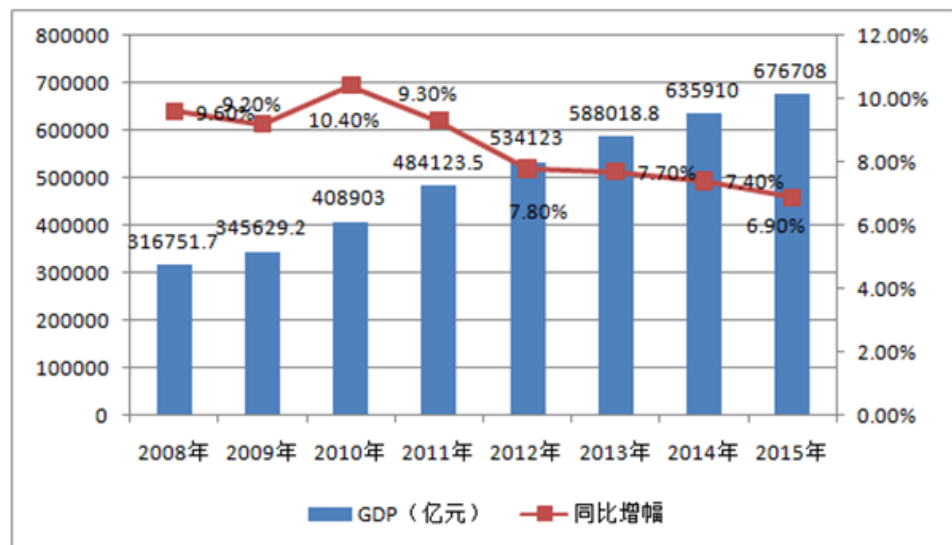
国务院 2014 年印发的《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》指出，营造重视体育、支持体育、参与体育的社会氛围，将全民健身上升为国

家战略，把体育产业作为绿色产业、朝阳产业培育扶持，形成有利于体育产业快速发展的政策体系。到 2025 年，基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系，体育产业总规模超过 5 万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。

● 居民消费能力不断提高，进一步促进体育产业发展

自 2008 年至 2015 年，我国的国内生产总值一直保持较高速度的增长，2015 年全年 GDP 达到 676708 亿元，增比为 6.8%。近几年随着我国经济发展到较高阶段和经济结构调整等多方面因素的影响，GDP 增速有所放缓但仍然保持在合理的区间，我国经济运行平稳，在国民经济持续发展的背景下，国家对体育产业的投入将进一步加大，对健身器材的采购支出将继续保持一定程度的增长。

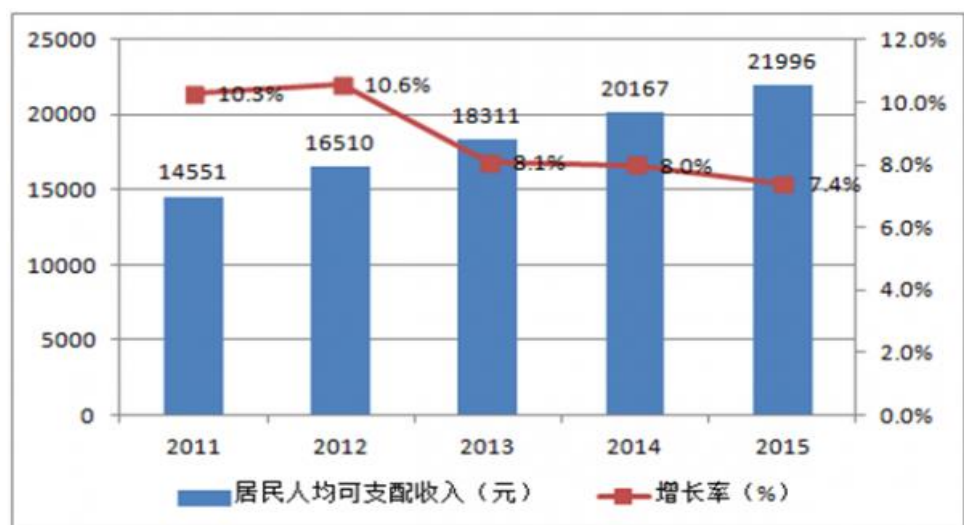
图表 5 2008-2015 年全国 GDP 及同比增速



资料来源：中国产业信息网

同时，随着国民经济的发展，我国城乡居民的收入不断提高，城乡居民人均可支配收入及城乡居民的人均消费支出也不断增长。

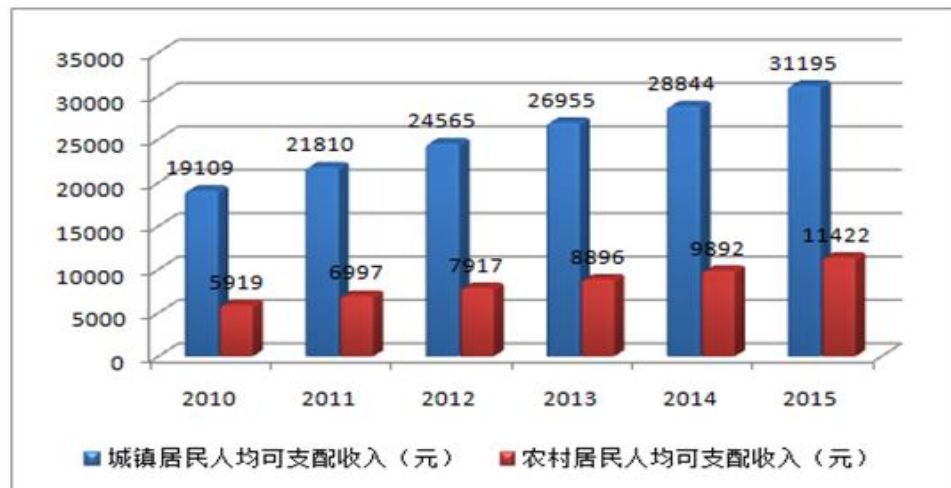
图表 6 2011-2015 年我国居民可支配收入



资料来源：中国产业信息网

2015 年全年全国居民人均可支配收入 21966 元，比上年增长 8.9%，扣除价格因素，实际增长 7.4%。按常住地分，城镇居民人均可支配收入 31195 元，比上年增长 8.2%，扣除价格因素实际增长 6.6%。农村居民人均可支配收入 11422 元，比上年增长 8.9%，实际增长 7.5%。城镇居民人均消费支出 21392 元，增长 7.1%，扣除价格因素实际增长 5.5%；农村居民人均消费支出 9223 元，增长 10.0%，扣除价格因素，实际增长 8.6%。随着我国城乡居民人均可支配收入水平不断提高，健身器材也逐渐由之前的贵族化的奢侈性消费向平民化的大众消费转变，购买健身器材的人群逐渐增加，健身器材的市场需求不断提升。

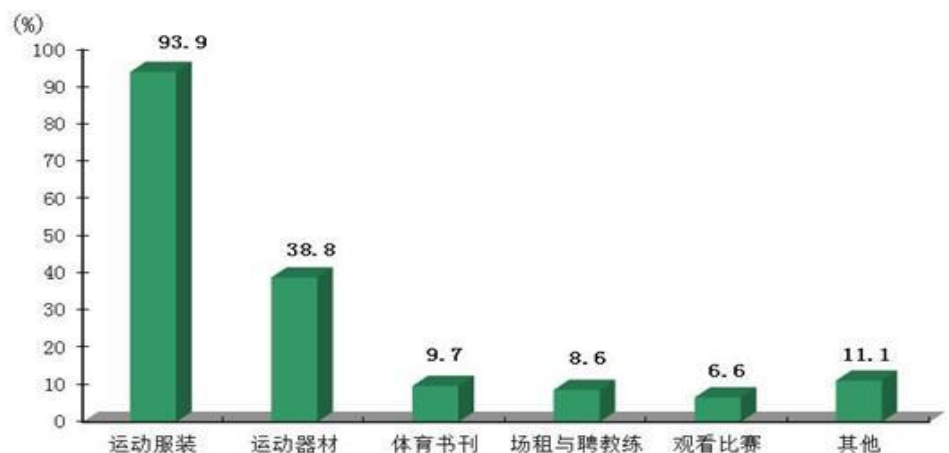
图表 7 2010-2015 年中国居民人均可支配收入



资料来源：中国产业信息网

随着居民收入水平和生活水平的提高，人们在体育方面的消费也不断提升，据国家体育总局调查显示，我国 20 岁及以上人群中，有 39.9% 的人有过体育消费，全年人均消费 926 元。全年消费总额在 499 元以下的人数百分比为 47.6%，在 500~999 元之间的为 24.4%，在 1,000~1,499 元之间为 11.2%，在 1,500~1,999 元之间为 4.6%，在 3,000 元以上为 6.5%。从年龄来看，20~29 岁年龄组的人消费水平最高，人均消费为 1162 元。在体育消费人群中，购买运动服装的人数百分比最高，为 93.9%，其他依次为购买体育器材、订阅体育书刊、支付锻炼的场租和聘请教练以及观看体育比赛费用等。

图表 8 20 岁以上人群不同体育消费项目的人数百分比



资料来源：公开转让说明书

公司同行业的竞争对手主要包括乔山、英派斯、澳瑞特、万年青等，具体情况如下：

图表 9 公司同行业的竞争对手情况

企业名称	企业概况
乔山健康科技有限公司	该公司设立于 1975 年，总部位于台湾，是我国唯一的运动健身器材上市公司，为亚洲最大、全球第三的运动器材供应商。该公司生产的产品包括跑步机、健身车、力量器械、按摩椅等，公司主要客户为高端健身俱乐部、星级酒店等，该公司的销售网络遍布全球 65 个国家，是全球知名的健身器材生产企业。
英派斯健康科技有限公司	该公司设立于 1991 年，总部位于山东青岛，该公司的产品主要包括跑步机、力量器械、室外路径健身器材等。经过 20 多年的发展，构筑了从健身器材的设计研发、生产销售，到经营连锁健身俱乐部、提供健身培训和健康管理服务的全产业链模式，是国内出口量最大的健身器材生产商，产品销往两百多个国家和地区。
万年青（上海）运动器材有限公司	该公司设立于 1989 年，总部位于上海，该公司产品主要包括跑步机、健身车及各类力量健身器械。该公司先后通过了国际质量管理体系认证、国际环境管理体系认证、国际职业健康安全管理体系认证等；同时生产的许多产品通过了国际上的 GS、GE 等认证。
山西澳瑞特健康产业股份有限公司	该公司是 1991 年 9 月从原长治自行车工业公司分离出一部分组建的国有企业，2001 年 12 月进行了股份制改制。目前生产的各种有氧健身器、专业力量训练器、综合训练器以及室外健身路径等十大大类 500 多个品种的系列健身器材。

资料来源：公开转让说明书

■ 重视产品质量，积极提升研发能力

公司作为国内最早进行品牌运作的健身器材企业，始终致力于“舒华”品牌的塑造和推广，在健身器材市场已经拥有了一定的知名度和美誉度。

凭借优异的产品质量、较强的研发能力、完善的配套服务能力及良好的品牌美誉度，2013 年公司与中国奥委会建立合作关系，成为中国奥委会健身器材、按摩器材供应商。2014 年舒华健身器材入驻索契冬奥会“中国之家”，成为运动员日常训练的专用产品。2015 年舒华与中国健美协会签署战略合作协议，共同推动健身健美活动在国内的发展。2015 年公司参加全球规模最大、品类最全的户外体育用品展览会——德国慕尼黑国际体育用品博览会（ISPO MUNICH），成为唯一一家入驻世界健身器材品牌馆的中国展商。

● 技术积累丰富

截至 2016 年上半年，公司拥有专利技术 55 项、已注册商标 94 个。作为一家拥有二十余年历史的健身器材生产商，公司高度重视产品研发工作和技术升级改造工作，并形成了一些独特的生产技术。

图表 10 公司主要技术情况

技术名称	技术介绍
悬浮减震技术	公司通过模拟登月飞船的环境，创造了全新的三重悬浮减震系统，利用在太空飞船上普遍采用的空气桥悬浮减震技术，通过改变重力效应，模拟失重状态，借助气压平缓地举起健身者，让健身者宛如太空漫步，以此来避免其在健身过程中因过度使用骨骼关节而带来的运动损伤。
动态蜂窝减震技术	蜂窝利用多六边形结构互相支撑，是抗震能力非常强的生物建筑。公司利用仿生学原理，发明出全新的动态蜂窝减震技术，能快速吸收步划能量，迅速反弹支撑，将跑步的能量转换成弹力，健身者的步伐变得更加轻盈。
螺旋减震技术	螺旋体结构是大多数生命的内部结构，这种螺旋结构能充分缓解能量的高速冲击，保护身体机能。公司将该原理应用到跑步机当中，通过在跑步机上装置螺旋减震层，快速吸收缓解冲击能量，有效减缓跑步者的肌肉和关节冲击及损伤。
机器人焊接技术	在产品焊接方面，公司引进了数十台国际先进的焊接机器人，焊接机器人具备响应时间短、动作迅速、工作期间不停顿的特点，效率远高于人工焊接技术。在生产过程中公司可以根据不同产品的特性分别设置焊接机器人的参数，且焊接机器人具备焊接工艺故障自检、自处理的功能，使得焊接产品的质量更加稳定，能够有效的提高产品的合格率，保证产品质量。
激光切割技术	在管材切割方面，公司引进了国际先进的数控激光切管机及 MAZAK OPTIPLEX NEXUS 激光切割机，该技术具备切割速度快、电光转换效率高、聚焦光斑小、稳定性强、操作简便、切割产品质量好等多方面的优势，有效的提高的公司的生产效率和产品质量，降低了公司的用工成本。

粉末静电喷涂技术

公司在产品表面喷涂方面采用粉末静电喷涂技术，该技术是利用高压静电电场的原理，使粉末能够均匀地飞向产品表面形成厚薄均匀的粉层，再通过加热固化转化为经久耐用的涂膜，该层涂膜不仅使得公司产品更加美观，同时能够对产品形成保护让各类产品更加耐用。

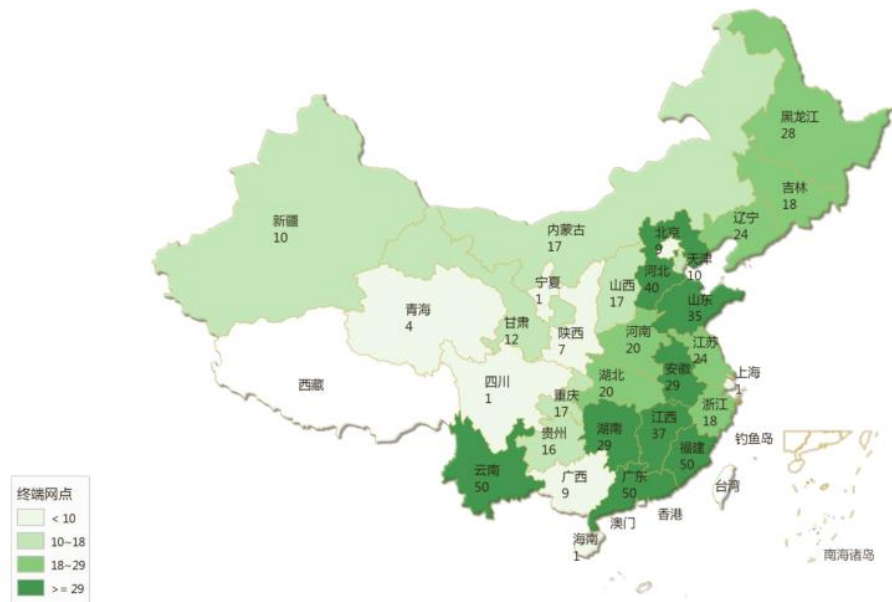
资料来源：公开转让说明书

● 经销商分级管理，营销网络覆盖全国

公司将产品定位于一个可以在大众生活中购买的适合各类人群的健康保健家居用品。公司在福建晋江、泉州台商投资区、河南商丘等地设立了生产基地，并在福建晋江、山东临沂设置了物流仓库。

截至去年末，公司营销网络已覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市，销售区域主要集中在华东、西南及华中地区。截至 2015 年 12 月 31 日，公司的全国终端网点数量达到 641 家，其中店中店 85 家、专柜 142 家、专卖店 374 家、4S 店 3 家、综合店 35 家及展厅 2 家。2016 年上半年显示公司继续加强渠道建设，大力开发国内二三线城市，新增销售网点 170 余个，新增经销商 69 个。针对不同区域举办具有门店特性推广活动的同时，通过优秀门店样板搭建、百家门店店长集训、终端推广策划等活动，规范终端形象管理和陈列、督导管理，打造系统化、标准化、统一化终端零售管理体系。

图表 11 公司营销渠道的分布



资料来源：公开转让说明书

● 公司注重产学研结合，努力提升健康管理服务

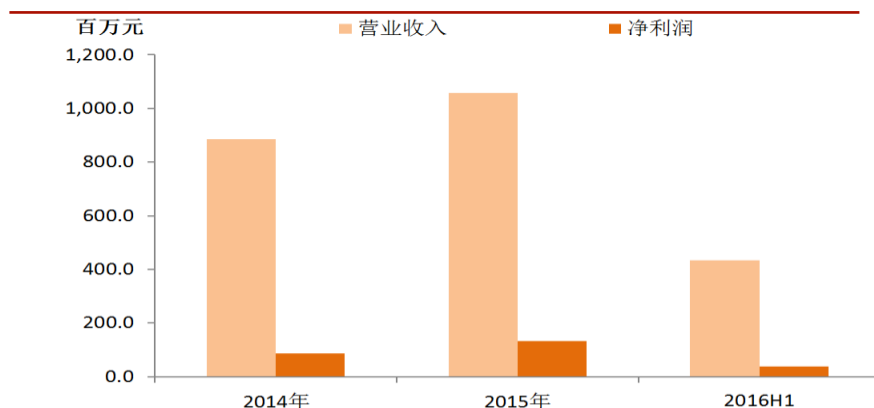
经过二十多年的发展，公司的健身器材生产技术不断提高，公司严格按照各项国家标准进行产品生产，同时制定了切实可行的产品生产标准和操作手册，确保公司产品质量。目前公司通过了 GB/T19001-2008/ISO9001:2008 质量管理

体系认证, 2015 年被中国市场研究中心认定为“质量服务信誉 AAA 级企业”和“质量服务信誉 AAA 级品牌”。为践行工业 4.0 号召, 提高公司的智能化生产水平, 提高生产效率, 公司从国外引进了多台先进的生产设备, 包括数控激光切割机、焊接机器人等。

未来公司在布局核心技术的基础上将持续加大研发投入, 通过核心技术的改良与创新, 推动产品质量和技术含量的提升, 报告期内, 公司共研发新品 67 项, 在完成跑步机爆款突破的同时, 兼顾有氧、户外及小健身产品, 合理规划产品结构体系。未来将针对核心产品的关键技术部分, 已向知识产权主管部门提出 20 余项专利申请。与此同时, 公司不断推动产品智能化发展, 运用自有“舒华健身 APP 应用软件”, 搜集用户的室内、室外跑步记录, 实现用户健康云管理。

■ 报告期业绩增长, 毛利提升

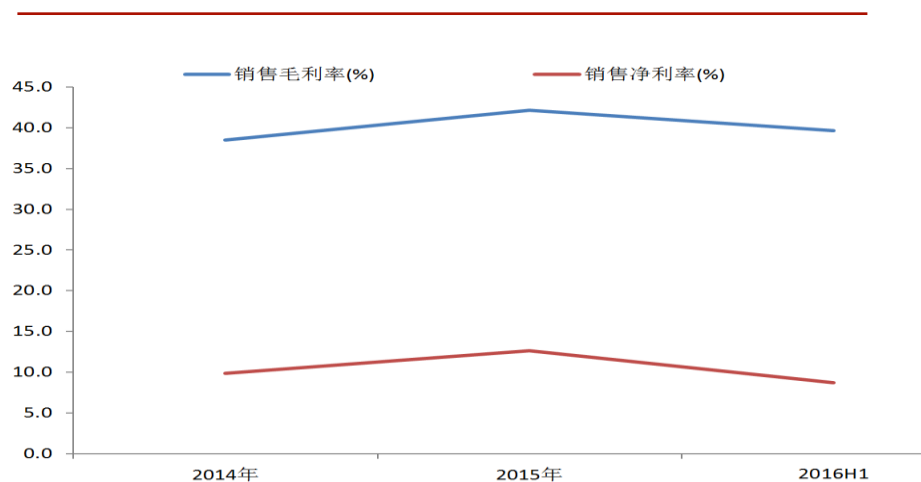
图表 12 公司财务情况



资料来源: choice

公司上半年实现营业收入 433,244,269.85 元, 与上年同期相比增长 21.55%, 主要是报告期内渠道销售网点的大量增加、跑步机新品爆款如 T5170 的推出, 引发跑步机销量增长所致。

图表 13 公司盈利能力情况



资料来源: choice

报告期公司毛利率 39.62%, 较去年同期上升 0.33%, 归属于挂牌公司的净利润 37,707,712.15 元, 和去年同期相比上升 20.88%。公司报告期营业成本

261,599,073.37 元，和去年同期相比上升 20.90%，主要是销量增长导致营业成本上升。

■ 盈利预测

图表 14 盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	884.24	1058.06	1386.06	1732.57	2113.74
净利润(百万元)	87.25	133.49	177.54	220.15	268.59
毛利率(%)	38.46	42.17	42.35	42.57	42.64
净利率(%)	9.87	12.62	12.81	12.71	12.71
ROE(%)	33.58	35.97	6.19	7.57	9.08
EPS(元)	1.44	2.08	0.51	0.63	0.77

资料来源：梧桐公会，choice

预测公司 2016~2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 1.775 亿元、2.202 亿元、2.686 亿元，每股收益分别为 0.51 元、0.63 元、0.77 元。

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。



梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

